

貨幣経済行動と実物経済行動の作用連関

——ケインズ貨幣的経済理論の展開——

原 正 彦

I ケインズ貨幣的経済理論の復位

「古典は古くして常に新しい」といわれる。時代的には古くても、常に新しい問題意識を現代に投げかけるといふほどの意味であろう。ケインズの『一般理論』はすでに古典——誰にも読まれずに書架に納められてしまった世評の高い大著という意味——となり、多くの人々はむしろヒックス・ハンセン流のIS—LM 曲線図に要約される「ケインジアン経済学」になじみ深くなっているのは事実であろう。しかしながら、『一般理論』が真の古典と呼ぶにふさわしいものであるならば、時代の推移とともにわれわれに常に新たな問題を投げかけているはずである。

最近、『貨幣論』や『一般理論』において展開された「ケインズの経済学」が「ケインジアン経済学」とはまったく異なるものであり、それはケインジアン経済学よりもはるかに精緻にして深遠であることが再認識され、「ケインズの経済学」の復位が主張されるようになった。

こうした潮流のなかでまず注目されるのが、リーオンフーフブッドの研究であろう⁽¹⁾。リーオンフーフブッドによるケインズ経済学の再解釈はおおよそ次のような命題に要約される⁽²⁾。第1に、ケインズは一般に受けいられてきた理論では、物価が即座に変動して市場を均衡させる動学的調整過程に分析の視点をおいていることに攻撃を加えようとしたことである。ケインズの動学的調整過程では、生産者による量的調整は乗数分析に要約されているように、不安定なフィードバック過程を生じるのである。もしワルラス法則が実際に適用で

きるならば、ある財（または労働力あるいは通貨）の超過供給は他の財に対する超過需要を意味し、調整過程が働いて完全雇用に達することになるであろう。しかし、貨幣経済においては、財および労働力はまず貨幣と交換され、最終的に労働力や財と交換されるにすぎないので、ワルラス法則が言及するところのものは潜在需要ではあっても、「有効」需要ではない。このようなケインズの基本的認識の一つは、貨幣経済が本質的に物々交換経済とは異なる故に、そこには動学的調整過程に多くの「おくれ」が存在することである。

第2に、ケインズの分析は「流動性選好」を核心とすることである。流動性選好とは、資産保有者が過去の経験に基づいて、将来の利子率にかんして非弾力的な期待をもったため、利子率の均衡化作用的低落を嫌うことをいう。不完全雇用均衡の原因は、投資需要が利子率に対して非弾力的であることにあるのではなく、また貯蓄が利子率に対して非弾力的であることにあるのでもない。その原因は、流動性選好のために、利子率が投資誘因の減退をくいとめるほど低落して、均衡が回復する働きが妨げられることにある。

以上のようなリーヨンフーフブッドによるケインズ理論の理解は、ケインジエンの「所得・支出」分析とは異なって、「なにが全体としての産出高と雇用を決定するかという問題に移るや否や、われわれは貨幣経済の完全な理論が必要となる⁽³⁾」というケインズの本来の意図するところに立ちもどろうとするものであろう。

この小論でとりあげる P. デビドソンも、こうしたケインズの「貨幣的経済理論」を再構築しようと試みるものである⁽⁴⁾。われわれがデビドソンをとりあげるのは、それがいくつかの点でリーヨンフーフブッドよりもより広範かつ精緻だからである。デビドソンは自らリーヨンフーフブッドとの相違を次のように指摘している⁽⁵⁾。第1に、リーヨンフーフブッドは American Keynesian の新古典派総合だけを批判の対象としており、たとえば、資本理論にみられる Neo-Keynesian の成果を無視していること、第2に、こうした新古典派総合だけを注目する結果として、自から新古典派総合の分析方法——ワルラス流の一般均衡分析——を採用していること、そして第3に、リーヨンフーフブッド

はケインズの貨幣概念に言及してはいるが、『一般理論』における「貨幣および利子の基本的性格」を無視していること、をあげている。

われわれはデビッドソンを中心にケインズの貨幣的経済理論の「復位」について考察していくが、まず最初に、こうした「復位」が強く意識されるようになった理論的背景を明らかにするなかで、本稿でとりあげる問題点を浮彫りにすることから始めよう。

最近の金融理論にみられる大きな特色の一つは、貨幣数量説の復活とその経済政策へのマネタリスト的アプローチの台頭であろう。ケインズの「復位」が意識されるようになったのは、こうしたケインズ革命への反革命としての new-monetarism のケインズ攻撃に触発されたものといえよう⁽⁶⁾。よく知られているように、ケインズ革命は貨幣数量説を徹底的に批判した。その理由は、①数量説（貨幣数量方程式）はトートロジーにすぎないこと、②数量説は「完全雇用」を前提としたものであること、③数量説の重視した流通速度が不安定であること、にあった。

こうした数量説に対する批判に答えるため、新たな装いのもとで数量説の再展開が、M. フリードマンによってなされた⁽⁷⁾。フリードマンによって、貨幣数量説は物価または産出高の理論ではなく、貨幣需要（または流通速度）の理論として再構築された。このようにして、数量説はトートロジーであり、また完全雇用を前提としているというケインジアン批判をまぬかれた。さらに、アメリカ経済の実証的研究をつうじて、流通速度のパターンの安定性を検証することによって、貨幣需要理論としての数量説を確立した⁽⁸⁾。このように再構築された貨幣数量説によって、ケインジアン「所得・支出」理論を批判するのであるが、その論構はおおよそ次のように要約されよう。

第1に、数量説のエッセンスは所得を貨幣に関連づける流通速度関係にあり、ケインジアン「所得・支出」理論のエッセンスは所得を自生的な支出に関連づける乗数関係にある。したがって、両理論の優劣は、流通速度のパターンがより安定的であるか、投資乗数が安定的であるか、両者の相対的安定性いかんによって決定されることになる。フリードマン・マイゼルマンの検証によ

れば、流通速度の方が投資乗数よりも、1930年代の一時期を除いて、はるかに安定的であり、したがって数量説の優位が主張された⁽⁹⁾。

第2に、貨幣量の増加率と名目所得の成長率との間には、正確ではないがコンシステントな関係があり、貨幣量の増加率の変化は名目所得の成長率の変化の必要かつ十分条件である。

第3に、このような貨幣乗数の相対的優位および貨幣と所得との間の強い「相関関係」にもとづいて、財政政策よりも貨幣政策の有効性が主張される。投資乗数には多くの「もれ」があり、したがって財政政策の効果は疑問視され、一定のルールにもとづく金融政策を採用することが提案される⁽¹⁰⁾。ちなみに、セント・ルイス連邦準備銀行の行なった検証は、ケインジアンのアプローチに比べてマネタリストのアプローチの方がはるかに有効なことを示すものであった⁽¹¹⁾。

このような new-monetarism の攻撃に対してケインジアン「所得・支出」理論はきわめて vulnerable である。というのは、すでにふれたように、そしてこれからより詳細に考察するように、数量説の反革命のほこ先は、一般均衡体系による所得・支出分析とその政策にむけられているけれども、このような「ケインジアン経済学」と「ケインズ経済学」とはいちじるしく異なるものであり、貨幣経済が物々交換経済と本質的に異なるものであることを明らかにしようとするケインズの意図は十分に受け入れられていなかったからである。

こうしたケインジアン経済学を傷つきやすいものにするいま一つの理由は、J. トービンを中心とするいわゆるエール学派の理論にも根ざしている。一般に、トービンは貨幣と経済成長との関連を分析しようとした数少ない学者の一人であり、またポートフォリオ・バランス・アプローチはケインズの流動性選好理論を継承・発展させたものだとして理解されている。

たしかに、ポートフォリオ・バランス・アプローチは、貨幣需要を説明するものとして、また貨幣供給の変化によって直接的かつ第一義的に影響を受けるものとして、利子率に注目する点で流動性選好理論の発展線上にある。さら

に、ポートフォリオ・バランス・アプローチは、貨幣量よりもむしろ利子率、資産利回りおよび信用のアベイラビリティを重視する点で、Neo-KeynesianあるいはRadcliffian Keynesianismの金融政策の理論的裏付けとなっているといえよう⁽¹²⁾。

しかしながら、ポートフォリオ・バランス・アプローチは、ケインズの貨幣的経済理論の一つの展開方向ではあるけれども、それは以下に示すように、いくつかの難点をもっており、ケインズの意図から大きく遊離している。

第1に、トービンの資産選択モデルでは、所得したがって雇用量を投資と貯蓄（消費）から決定するのでなく、生産関数にしたがい資本ストック量と価格とから決定する。投資と貯蓄を区別しなければ、ケインズが資本主義における制度的な経済の構成主体として決定的な意味を与えた、投資決定者と貯蓄決定者との間の相違が全く無視されてしまう。こうしてトービン・モデルには家計の貯蓄関数から独立した企業の投資関数がイクスプリシットリーには含まれていない。たしかに家計や金融機関の行動において、資産選好が重要な地位を占めるであろうが、企業の投資決定の場合にも同様に資産選好が重要であると考えることには多くの疑問がある。われわれの第1の課題は、貯蓄性向および家計のポートフォリオ決定から独立して定式化しうる企業者の資本財に対する需要を導入することである。

第2の問題点は、トービン・モデルでは資本ストックと貨幣供給の成長をとり扱う貨幣経済モデルを強調するにもかかわらず、そのモデルには民間債務が除外されていることである。ポートフォリオ・バランスのためには、実物資本ストックと通貨（貨幣および国債）との間の代替のみが問題とされ、実物資本あるいは貨幣と株式や社債との間の代替は考えられていない。こうしたポートフォリオ・バランス・アプローチによって、商品価格の変化は説明できても、株式・社債の価格、したがって貨幣利子率の変化は説明できない。家計の資産選択にとって重要なのは、株式・社債の価格であって、商品の価格でないことは、やがて明らかにせられるであろう。

第3に、トービン・モデルでは取引目的あるいは金融目的のための貨幣需要

の重要性を無視ないし過小評価していることである。ポートフォリオ・アプローチにおいて、貨幣供給の変化は利子率構造を変化させるものと考えられているが、貨幣は数ある資産の中の一つとしての役割しか演じない。このことは成長や資本蓄積過程における貨幣供給の重要性を過小評価することとなる。これがわれわれのとりあげようとする最後の問題点である。これらの三つの問題点を順次考察していこう。

- (1) A. Leijonhufvud, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, (1968).
 ibid., *Keynes and the Classics*, (1969). なおリージョンフーフッドの評価については, H. Johnson, *Recent Development in Monetary Theory—A Commentary*, in *Money in Britain 1959—1969*, (1970), pp.91—95. および, J. ロビンソン「経済学の第二の危機」中央公論, 1972年11月号, 86—87頁。
- (2) H. Johnson, ibid., pp.93—94.
- (3) J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (1936). p.293.
 邦訳356頁。
- (4) P. Davidson, *Money, Portfolio Balance, Capital Accumulation, and Economic Growth*, *Economica*, April, 1968, pp.291—321. ibid., *Money and The Real World*, *The Economic Journal*, March, 1972, pp.101—115. ibid., *Keynes's Finance Motive*, *Oxford Economic Papers*, March, 1965, pp.47—65. なおこれらの論文は若干修正されてデビッドソンの近著 *Money and The Real World*, 1972. に含まれている。
- (5) P. Davidson, *Money and The Real World*, pp.xii—xiii.
- (6) M. Friedman, *The Counter-Revolution in Monetary Theory*, 1970.
- (7) M. Friedman, *The Quantity Theory of Money: A Restatement*, in M. Friedman (ed.), *Studies in Quantity of Money*, 1956.
- (8) M. Friedman and A. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867—1960*, 1963.
- (9) M. Friedman and D. Meiselman, *The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier*, prepared for the Commission on Money and Credit, 1963.
- (10) M. Friedman and W. Heller, *Monetary vs Fiscal Policy*, 1969. 海老沢・小林訳『インフレなき繁栄』。
- (11) L. Andersen and J. Jordan, *Monetary and Fiscal Actions: A Test of Their Relative Importance in Economic Stabilization*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 50, No.11, pp.11—23.
- (12) J. Tobin, *Commercial Banks as Creators of "Money"*, in Hester and Tobin, *Financial Markets and Economic Activity*, 1967. pp.1—11.

Ⅱ 資本蓄積過程における投資決定

経済成長モデルのほとんどは、それらがたとえ Keynesian-Kaldor タイプであれ、Harrodian あるいは Solow-Swan タイプであっても、蓄積や成長過程における貨幣的要因を無視ないし過小評価している。J. トービンはポートフォリオ・バランスの考えを導入することによって、成長と貨幣的要因を結びつけようと試みる。しかし、すでにふれたようにトービンの投資理論はポートフォリオ・バランスの立場に傾きすぎて、家計の貯蓄関数から独立した企業の投資関数を欠いている。

いま、このことを明らかにするため、トービン・モデルにおける投資決定の仕組みを簡単に要約しよう⁽¹⁾。トービンは投資を決定するものとしてポートフォリオ・バランスを導入する。いま社会の資産総額 W が実物資本 K と通貨 M からなるものとする。 p を通貨によって測った財貨の価格とすれば、任意の時点における社会の実質資産総額は

$$W = K + \frac{M}{p}$$

となる。社会は利用可能なストックに等しい量 K を資本として、また現存する実質供給量に等しい量 M/p を通貨として保有するように、その資産を分割すれば満足がゆくであろう。このような状態は「ポートフォリオ均衡」(portfolio balance) と呼ばれる。

ポートフォリオ・バランスは、価格安定 ($\dot{p}=0$) にとって必要かつ十分条件であると仮定される。もし、資産保有者が財貨をより多く保有しようと欲するならば、通貨で財貨を購入するから、価格は引上げられる ($\dot{p}>0$)。もし、資産保有者がこれと反対の動きをするならば、財貨を売却して通貨を獲得しようとする ($\dot{p}<0$)。これらの価格変化は順次に産出高および雇用の変化に波及する。

現在の K と M/p との組合わせが、ポートフォリオ均衡の状態か不均衡の状態かを決定するのは、ポートフォリオ均衡関数である。それは次のように表わされる。

$$\frac{M}{p} = L(K, r, Y)$$

この場合、 $L_k \geq 0$, $L_r < 0$, $L_y > 0$ である。すなわち、資本保有 K が大となれば、危険分散のために通貨保有 M/p はより多く選好される ($L_k > 0$)。資本のレント r が高くなれば、資本の保有が有利になるから通貨保有は減少する ($L_r < 0$)。所得 Y が大きくなれば、取引動機にもとづく現金需要が増加するから、通貨保有 M/p は増加する ($L_y > 0$)。

このような関係をつうじて経済はポートフォリオ・バランスの状態に達するのであるが、各資産保有の形態変化が生ずるのは、富の所有者が価格変化率に対してある期待をもっているからである。いま予想価格下落率を $-\dot{p}_e/p$ とし、実物資産の予想収益率を r_e とすれば、両者のあいだには次のような関係が成立する。

$$-\dot{p}_e/p \cong r_e$$

すなわち、 $-\dot{p}_e/p$ と r_e とが比較され、その大きい方の資産が選択される。無差別の状態は $-\dot{p}_e/p = r_e$ である。

トービンによれば、投資にかんする従来の集計的な経済理論の多くのものに、陰伏的に含まれているポートフォリオ・バランスの理論は、すべての資産の収益率が等しくなければならないことを意味している。トービンはケインズの投資理論が、資本の限界効率と利子率との均等を必要とするという点において正統的なものであるが、ケインズは資本と金融資産との間のはるかに重要な選択を無視していると批判する。しかしながら、両者の間には基本的な相違がある。ケインズが所得を消費と投資とから決定するのに対して、トービン・モデルでは生産関数にしたがい資本蓄積量と価格とから所得を決定する。こうしてトービン・モデルでは、消費決定と投資決定との間の重要な相違が全く無視せられて、再びケインズの世界から新古典派の世界へと立ちもどることになる。

よく知られているように、ケインズは国民経済を構成する基本的な経済主体として、企業と家計とを考える。そしてこの両者の経済行動の相違から、貨幣経済のダイナミズムと不安定性を強調するのである。すなわち、再生産可能な単一の資本資産のみが存在する非貨幣的経済においては、家計による将来消費のための貯蓄決定は、自動的に資本ストックを増加する。しかし貨幣経済にお

いてはこのことはもはや真実ではない。なぜならば、家計は貨幣形態で資産保有を増加しようと決定するかもしれないから、家計による資産保有が自動的に社会の資産を増加するという保証はどこにもないからである。これはケインズ経済学の基本的教義であった。このように考えると、トービン・モデルとは異なって、貨幣経済における資本蓄積率は、貯蓄あるいは家計のポートフォリオ決定のいずれかによって単独に決定されるものではない。経済成長過程における貨幣的要因を重視するトービン・モデルにおいて、家計の貯蓄あるいはポートフォリオから独立に定式化しうる企業の資本需要関数が陽表的に含まれていないのは、まことに奇妙だといえよう。

このような観点から、テビドソンは以下のような資本ストック需要関数を定式化する⁽²⁾。

$$D_k = f_1(p_k, i, \phi, E) \quad (1)$$

ここで、 D_k は資本ストック需要、 p_k は資本財の市場価格、 i は割引率、 ϕ は期待利潤の一定の組合わせ、 E は資本財需要のため資金を入手しうる企業者数である。ただし

$$f_1'_{p_k} < 0, f_1'_{i} < 0, f_1'_{\phi} > 0, f_1'_{E} > 0.$$

(1)式の資本ストック需要曲線は基本的には二つのものに依存する。すなわち、固定資本よりの将来の見込純収益とこの収益を資本化するために用いられる利子率である⁽³⁾。それにもかかわらず、ある一つの独立変数の変化は他の変数に影響する。たとえば市場利子率の変化は、期待収益を資本化するための割引率を変更することによって資本需要に影響するだけでなく、将来の売上高(ϕ に影響する)および将来の利子率(E に影響する)についての新しい期待をもたらすことによって、また資本需要に影響をおよぼすであろう。

資本財に対するストック供給表(S_k)は、図1(a)において垂線で表わすことができる。ただし、ストック供給は過去から受けつがれた現存資本財の合計だからである。そして任意の時点において

$$S_k = a_k \quad (2)$$

として表わされる。ここで S_k は資本ストック供給、 a_k はいかなる瞬間におい

でも前もって決定される定数である。

資本フロー需要は、単位時間当り現存資本ストックの実際の減耗（あるいは減価償却）によって生ずる。単純化のために減価償却は単位時間当り現存資本ストックの（小さな）分数 n であると仮定しよう。したがって資本フロー需要は

$$d_k = nS_k = n\alpha_k \quad (3)$$

である。ただし、 d_k は資本フロー需要（減価償却）であり、 $0 < n < 1$ 。

(1)式と(3)式を合計すると、資本に対する総市場需要が導きだされる。

$$D_k + d_k = f_1(p_k, i, \phi, E) + n\alpha_k \quad (4)$$

この式は、減価償却にかんする単純化仮定によって、市場需要曲線 $D_k + d_k$ が図1 (a) のストック需要曲線に平行であり、その右に描かれることを意味している。二つの曲線の水平の差は、減価償却を表わしている。

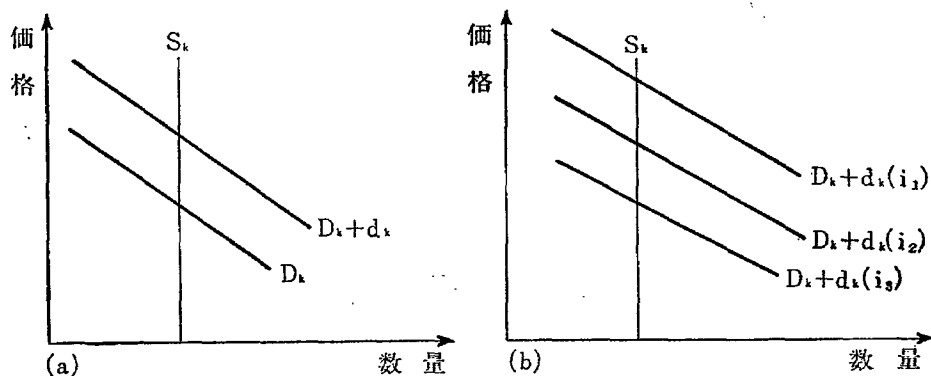


図 1

資本財のフロー供給表は、いろいろな期待市場価格で資本財産業によって市場に供給される産出数量である。すなわち

$$s_k = f_2(p_k) \equiv I_g \quad (5)$$

ただし、 s_k は資本フロー供給、 I_g は粗投資である。この表は投資財産業の固定設備における収益逓減のため、限界費用逓増をもたらす。すなわち $f_2' p_k > 0$ である。資本フロー供給表 s_k は図2に示される。図2にみられるように、ある最低のフロー供給価格 p_m があり、 p_m 以下の市場価格ではフロー供給は行なわれない。

資本財の市場供給表は(2)式と(5)式を結合することによってえられる。

$$S_k + s_k = \alpha_k + f_2(p_k) \quad (6)$$

図2におけるストック供給表とフロー供給表との水平の差は、ある与えられた期間において、それぞれの市場価格のもとで生産される投資財産の粗産出量を表わしている。

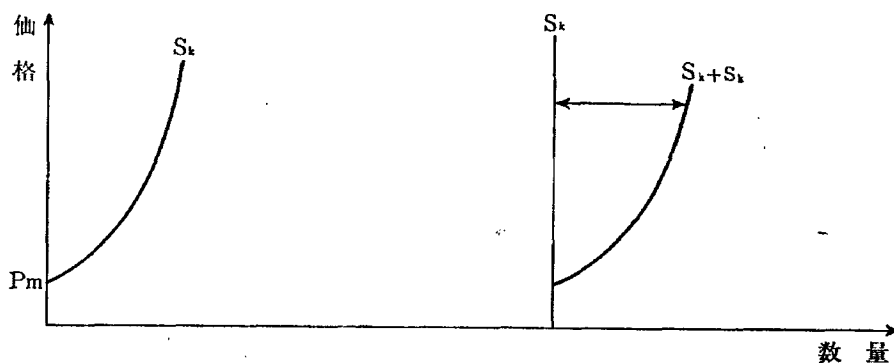


図 2

市場需要関数 ($D_k + d_k$) と市場供給関数 ($S_k + s_k$) が図3において結合される。もし現存資本ストックに対する需要価格 (図3における p_s) が、最低フロー供給価格 p_m を超えるならば、企業者は新しい資本財の注文を促進するような利潤機会についての長期期待を抱く。そして任意の市場価格 p_f で資本財市場が清算されることが示されている。すなわち

$$(D_k + d_k) - (S_k + s_k) = 0 \quad (7)$$

図3によると、市場価格 p_f において、投資財産の粗産出高は $k_3 - k_1$ であり、一方減価償却は $k_3 - k_2$ に等しい。純投資の価値 ($p_k I_n$) はフロー供給量とフロー需要量との差に市場価格を乗じたものに等しい。すなわち

$$p_k I_n = p_k (s_k - d_k) \quad (8)$$

図3において、純投資産出高は $k_2 - k_1$ に等しいから、当該期間中の資本の成長は $(k_2 - k_1)/k_1$ となる。

資本財に対するストック需要の一定の増加は、他の条件に変化のない限り、その市場価格および需要量を高め、その結果資本財産出高のフローの増大をもたらすであろう。投資者は資本ストックの生産的用役の将来の流れの期待収益にかんする現在値を計算することによって、その欲する資本財ストック量を決定する。ストック需要表を決定するものおよび減価償却率が与えられる

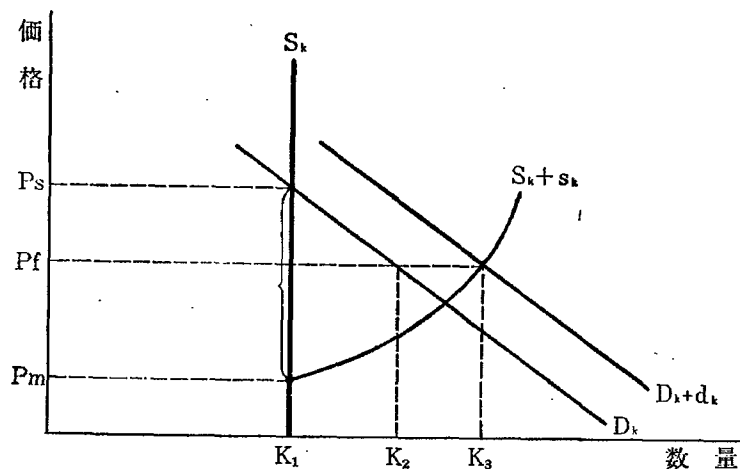


図 3

と、図1(a)の市場需要曲線を決定するのは、現行割引率と相関する将来利潤にかんする投資者の期待およびこの需要を実現するため資金を獲得する能力である。資本の見込み貨幣収益にかんする期待の任意の組合せに対して、より高い利子率はより高い割引率を意味する。したがって、図1(a)の資本ストック需要表の左方へのシフトを意味する。このように企業家の諸期待と減価償却率が与えられるならば、あらゆる可能な割引率に対して異なる資本需要表が存在する(図1(b))。ケインズが指摘したように、「利子率の下落は、それが生産コストを減少させるからではなく、その需要価格を上昇させるから資本財の生産を刺激するのである」⁽⁴⁾。

以上がデビッドソンによる資本財に対する需要の分析であるが、そのなかにはいくつかの注目すべき点がある。まず第1に、貨幣経済における資本蓄積率は、すでに考察したトービンの見解に反して、貯蓄あるいは家計のポートフォリオ決定のいずれかによって決定されるものでないことを明らかにしたことである。トービンの投資理論は資産選好の立場に傾きすぎ、貯蓄決定あるいは家計のポートフォリオ決定と投資決定との間の重要な相違を無視することによって、ケインズ経済学から新古典派経済学へむしろ退歩してしまったように思われる。デビッドソンはこうしたトービンの投資理論を明確に批判した点で注目されよう。

第2に、デビッドソン・モデルにおける投資決定は、資本財の全耐用期間にわたる将来の収益率に影響を与えるすべての要因を考慮している。すなわち、資本ストックの成長は、資本用役の将来の流れからえられる企業者の利潤期待、利子率および資金獲得能力、資本ストック量、減価償却率および資本財産業における供給の弾力性によって決定されるものと考えられている。デビッドソンがこうした投資関数を採用するのは、通常の加速度原理がある種の「循環論法」の落とし穴に陥るという認識からであろう⁽⁴⁾。実物的要因と貨幣的要因とが相互に作用しあう主要な場が投資であることを考えると、デビッドソンの投資決定理論はきわめて現実妥当性をもっているものと考えられる。

第3に、デビッドソン・モデルにおいて利子率の役割が明確に定式化されている点が注目されよう。利子率は投資の利子非弾力性および貯蓄の利子非弾力性によって、ケインジアンによってひどくたたきのめされたが、利子率は資本需要表をシフトさせることによって、投資決定に重要な役割を演ずることが明確にされたことはきわめて重要であろう。

- (1) J. Tobin, A Dynamic Aggregative Model, The Journal of Political Economy, April 1955, pp.103—115.
- (2) P. Davidson, Money and The Real World, pp.71—82.
- (3) J. M. Keynes, Treatise on Money, I, p.202. 邦訳第2分冊 110—111頁。
- (4) J. M. Keynes, *ibid.*, I. p.211. 邦訳第2分冊 123頁。
- (5) P. Davidson and E. Smolensky, Aggregate Supply and Demand Analysis, 1964. 邦訳 73—74頁。

Ⅲ ポートフォリオ・バランスの効果

これまで考察してきたデビッドソン・モデルにおいて、投資決定は家計のポートフォリオ決定とは別個のものとして展開されてきた。それではどのようにしてポートフォリオ決定がこのモデルに導入されるであろうか。デビッドソンがこの投資決定とポートフォリオ決定を区別するのは次の二つの理由からである⁽⁴⁾。第1に、投資決定とポートフォリオ決定はそのディメンションを異にする

ことである。すなわち、投資決定は全体として經常の經濟活動に関連しているのに対して、個人によるポートフォリオ決定は「彼らの現在の資産の総在高に関連する。實際、經常の増加量は現存の資産の在高のほんのわずかな部分にすぎない」⁽²⁾。したがって經常の投資水準はポートフォリオ決定における第二義的な要素にすぎない。第2に、貯蓄者と投資者の動機づけが異なることである。すなわち、貯蓄者が関心を抱くのは、将来のために保有資産の価値の維持あるいはその増加である。現在と将来を結びつける資産は耐久設備と貨幣的請求権の二つのタイプの手段がある。貯蓄者が関心をもつのは価値貯蔵物としての資本財に対する権利証券であって、資本財から生まれる用役のフローではない。これに対して、企業家は資本の要素用役の1単位当りの限界供給価格に関連するのであって、権利証券には直接関心をもたない。

こうした貯蓄者と投資者の動機づけの相違は、もともと実物資産と金融資産の特性の違いから生ずる⁽³⁾。貯蓄者は将来における資産の価値増殖のために資産を保有するのであるから、その資産は最少の引渡し費用で売却でき、また生産をなんら損うことなく分割可能にして容易に売却しうるような資産を欲するのである。現在の証券市場の発展は、こうした資本要素決定（要素の用役のコントロール）とポートフォリオ決定（要素の所有）との間を結びつける役割をはたしてきたのである⁽⁴⁾。したがって、ポートフォリオ決定と投資決定とはそれぞれ異なる価格水準すなわち前者は貨幣的請求権の価格に、後者は資本財の市場需要価格に依存する。そしてこれらの異なる価格水準の間には利子率メカニズム以外になんら重要な直接的な関連は存在しないのである。

デビッドソンは以上のように、そのモデルのなかにポートフォリオ・バランスを位置づけたうえで、証券資産⁽⁵⁾の需要・供給を定式化する⁽⁶⁾。まず供給サイドから考察しよう。

いかなる時点においても、一定量の証券資産ストックが存在するから、公衆が直面する証券資産のストック供給表 (S_p) は、図4に描かれているように完全に非弾力的である。任意の時点において、公衆（貯蓄者）にとって利用可能な証券資産のストック供給は、既存の証券資産 (a_p) から銀行組織によって現

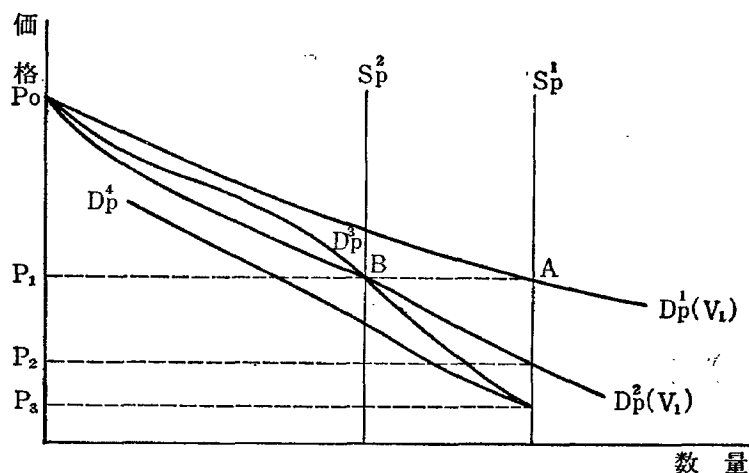


図 4

在保有されている証券資産 (a_p^b) を控除したものである。いま銀行の保有量は外生的に決められるものとする。そこで

$$S_p = a_p - a_p^b = a_p^s \quad (9)$$

ただし、 S_p は公衆に提供される証券資産のストック供給量であり、 a_p^s は任意の時点における有価証券の有効量である。

単位時間当り公衆に提供される証券資産のフロー供給は、次式で与えられる。

$$s_p = f_3(p_k, I_n, g, h, p_p) \quad (10)$$

ここで g は外部金融の純投資産出量 (I_n) のコストの分数、 h は銀行組織によって供給される長期外部金融の分数、 p_p は証券資産の市場価格である。(10)式に独立変数として I_n すなわち純投資の項 $p_k(s_k - d_k)$ が含まれていることは、公衆の利用可能な証券資産の供給が、資本財に対する需要から完全に独立していないことを示すものである。したがって、資本財の超過フロー需要 ($s_k - d_k$) が証券資産の価格に反応するかもしれないのである。この点についてはあとで考察することにする。第1次的な接近として、 s_p は通常既存の証券資産の存在量の「とるにたりない要素」であるから、証券資産の短期供給は完全にそのストックの特性によって左右されるものと仮定する。したがって

$$S_p + s_p = a_p^s \quad (11)$$

である。

つぎに証券資産に対する需要サイドの分析に移ろう。公衆の証券資産需要は、貯蓄者がその資産のどのくらいを企業の債務証券あるいは権利証券で保有し、またどのくらい銀行預金（貨幣）で保有するかを決定する必要がある⁽⁷⁾。ポートフォリオ決定が関連するのは、まさにこの点においてである。貯蓄者による貨幣と証券資産の選択はおのこの期待収益に依存する。証券資産の期待収益はその将来の期待価格水準に依存するが、証券資産価格にかんする期待は不確実であり、貯蓄者は所得リスクおよび資本リスクを受けやすい。貨幣の収益は、必要なときに債務を返済しうる便宜性収益である。それは所得支払い期間中の予想される取引額——取引動機および金融動機——および将来の証券資産価格が利子率を上回る年率で下落すると期待されるならば、証券資産を購入しうる能力に関連する。公衆の証券資産需要は二つのグループ——強気と弱気——に分かれるが、所得リスクおよび資本リスクを考慮して、限界において資産を貨幣と証券資産に分割するであろう。

その結果、貯蓄者の証券資産需要表（たとえば図4の D_p ）は、もし公衆の将来にかんする期待、現在のポートフォリオ状態および所得リスクと資本リスクに対する彼らの回避が与えられるならば、導きだすことができる。公衆は価値貯蔵物としてのみ証券資産を需要するから、証券資産需要関数はすべてストック需要である。すなわち

$$D_p = f_4(p_p, \bar{R}, \lambda, \beta, \gamma, \delta, k_\lambda, k_\delta, T, e, V) \quad (12)$$

ただし、 D_p は任意の時点における証券資産の需要量、 p_p は証券資産の市場価格、 \bar{R} は単位期間の証券資産当り所得請求権、 λ は将来の有価証券価格の変化率にかんする諸期待の組合せ、 β は資本リスク回避、 γ は所得リスク回避、 δ は予想換金日までの期間、 k_λ は有価証券価格の変化にかんする期待の信頼度は、 k_δ は換金日についての信頼度、 T は有価証券と貨幣との移動費用、 e は資産保有者数および彼らの間における現在の資産配分、 V は任意の時点における公衆の総価値貯蔵物の大きさをそれぞれ表わすものとする。

これらの諸変数の値によって、図4にみられるようなさまざまな証券資産需

要表が描かれる。それぞれのケースについて順次説明しよう。

$D_1^s(V_1)$ ……いま $\beta, \gamma, \delta, k_\lambda, k_\theta$ および V が与えられるならば、ある所与の期待 λ に対して、証券資産の市場需要曲線は下向きの勾配をもつ、すなわち、 $f_1^s(p_p) < 0$ である。けだし、もし価格が下落すれば、証券資産購入によってえられる期待キャピタル・ゲインは増加し、一方価値貯蔵物としての貨幣残高保有の機会費用が増加するからである。それゆえ、公衆は有価証券価格が下落するとき、証券資産をもって貨幣保有に替えようとするであろう。図4において、需要曲線は価格軸に p_0 で交わるように描かれている。これは「高い」価格ではキャピタル・ロスの危険がきわめて大となり、証券資産需要量がゼロになることを示している。いわゆるケインズの流動性の落とし穴であり、公衆は1人残らず完全に「弱気」になることを意味している。

$D_1^s(V_1)$ ……いまもし個々人が資本リスクを回避しようとする願望を高めたり、あるいは将来の有価証券価格の騰貴率についての期待をより小さくするなど、要するに彼らがいっそう弱気になるならば、その場合、公衆の有価証券に対する需要表は、図4にみられるように $D_1^s(V_1)$ から $D_2^s(V_1)$ へと下方にシフトするであろう。これは公衆が有価証券ではより少なく、貨幣でより多く保有しようすることを意味する。もし証券資産の供給が一定でありかつ V が不変だとすれば、証券価格は p_1 から p_2 へと下落するであろう。しかしながら、公衆によって保有される証券資産の総価値は p_p の下落につれて減少するから、 V は低下し、それは証券資産需要を減少させるであろう。すなわち、 $f_1^s(p_p) > 0$ 。

D_2^s ……図4において $D_1^s(V)$ から $D_2^s(V)$ へのシフトは、 V が V_1 で不変であり、弱気の増大だけによって生じた。弱気の変化および V の変化がともに考慮される場合、その結果生ずる市場需要曲線は D_2^s となる。 p_1 以下のどのような価格でも、公衆の保有資産の価値は減少する。それゆえ、需要される証券資産数量は、 V が不変の需要曲線 $D_1^s(V_1)$ にもとづく需要よりも小さくなるであろう。一方、 p_1 よりも高価格では、需要量はより大となる。将来の有価証券価格にかんする期待が与えられ、 V が証券資産の市場価格の変化によって変わるとき、任意の価格で D_1^s と D_2^s との水平の差は、限界証券資産需要性向

(the marginal propensity to demand placement) (j) の大きさによって決まるであろう。すなわち, $j=f'_{10}(p_p)$ 。 j の値は, 証券資産の価格変化に起因する, 証券資産需要に対する資産効果の尺度である。もし $j=0$ であれば, D^*_1 と D^*_2 は一致するだろう。しばしば注目される有価証券価格の下落による「ロック・イン」効果は, 初期価格 p_1 以下の価格に対して少なくとも $j=0$ であることを意味する。いずれにせよ $j \geq 0$ で, 市場価格は下落 (p_1 から p_3 へ) し, また貸付や持分証券の市場価値に対する期待収益は, 均衡において家計の現実のポートフォリオ・ミックスが所望のものとなるまで上昇するであろう。各家計単位にその所望するのと同数の証券資産を保有することを許容し, また家計が欲するときはいつでもそのポートフォリオを変更するのを許容するのは, 証券資産の市場価格の伸縮性である。その場合, 総じて公衆は利用しうる証券資産量や貨幣量を確実に保有するのである。

D^*_1 ……上で述べた証券資産価格の下落は, 商業銀行や金融当局が有価証券を購入し, そして同時に家計に対して銀行預金を創造することによって相殺することができる。この後者の場合には, 銀行は公衆の利用しうる有価証券の有効供給を減少させる (すなわち a^*_1 は増加する) ので, 有価証券価格は前者の場合と同じだけ下落しないであろう。そのとき家計は貨幣保有を増加し, 証券資産保有を減少させる。たとえば, 図4において市場価格が p_3 へ下落したのちに, 銀行は公開市場で有価証券を購入するものと仮定しよう。もし銀行が p_3 の市場価格ですべての証券資産を購入するならば, (公衆保有ポートフォリオの構成の変化のみが生じ) V にはなんらの変化も生じないであろう。公衆は不変の V にもとづいて需要曲線を上方に移動させるであろう (図4の D^*_1)。しかしながら, 公開市場での証券の購入は, 資産価格のせり上げとそれぞれの価格での V の値の変更を含んでいる。したがって, 公衆は可変 $V(D^*_1)$ をおし上げ, そして供給表は p_1 を回復するために S^*_1 線へシフトしなければならない。要約すると, 主要な貨幣形態が銀行預金よりなる経済において, 銀行組織の操作と結びついたポートフォリオ決定は, 社会の総実物資産のいかなる割合が家計によって所有され, いかなる割合が銀行組織によって所有されるかを決定する。

以上明らかにされたように、ポートフォリオ決定は利子率かあるいは企業家の資金獲得能力のいずれかの影響を除けば、資本財需要したがって雇用や蓄積率に対する効果をもたない。いいかえれば、ポートフォリオ・バランスは資本財からの期待所得の流れを資本化するのに用いられる利子率をつうじてのみ、あるいは資金獲得可能な企業家数 (E) や資金獲得の難易が企業家の期待利潤 (ϕ) を変えることによってのみ、資本蓄積率に影響しうるのである。

しかしながら、投資決定とポートフォリオ決定との間にはいくつかの間接的な関連がある。ケインズが指摘するように、「今日普遍化している所有と経営との分離にともない、また組織された投資市場の発達につれて、時には投資を容易ならしめまたしかし時には体制の不安定性をいちじるしく増大せしめるところの、きわめて重要な新しい要因が入り込んだ」⁽⁸⁾ のである。デビッドソンはこうした間接的な関連を次のように分析する⁽⁹⁾。

まず、持分証券の価格が低落した場合を考えてみよう。持分証券の価格の下落は、家計が将来の価格に対する悲観的な見方あるいは危険選好の変化によって、資本財に対する権利証券に比較して貨幣への選好を増加させたからであろう。すなわち、 λ , β あるいは γ のいずれかが変化した結果である。この場合、企業家は資本財のフロー供給価格以下の価格で、権利証券を買入れることがありうる。なぜなら、個々の企業は直接既存の資産を購入するかあるいは新規に生産される設備を購入するか、そのいずれよりも株式のテーク・オーバー（合同合併など）によって、より安く現存資本ストックからの用役の流れをコントロールしうるからである。これは資本財に対する需要者数 (I) 式の E を減少させるので、資本財需要を減少させ、社会の資本形成率を減速させるであろう。

これとは二者択一的に、持分証券の価格が資本財に対する市場需要価格に較べて高い場合には、既存の持分証券を購入するよりも新しい設備を購入する方が有利であろう。さらにケインズが指摘したように「もし株式取引所において直接利益をえて新計画の株式を売放ちうるならば、その計画に莫大な金額を支出する誘因が存在する」⁽¹⁰⁾。このように潜在的企業家は持分証券価格の高い期間に容易に資本財需要を金融する能力をみいだすことができる (I) 式の E の増

加)。

このように将来の証券資産価格にかんする期待に依存するポートフォリオ決定と、資本用役の期待利潤と利子率とに依存する資本需要決定との間には、なんら直接的な関係はないが、金融能力あるいは合同をつうじての既存実物資産を買いとる能力のいずれかによる間接的な関連があるであろう。

以上のデビッドソンによるポートフォリオ・バランス効果の分析は、すでに度ふれたように、貨幣経済における資本蓄積率が貯蓄あるいは家計のポートフォリオ決定のいずれかによって決定されるものでないことを明確にするとともに、ポートフォリオ決定の役割を正当に位置づけている点で、きわめて興味深い。さらに注目すべきことは、ケインジアン「所得・支出」理論によって無視されてしまったケインズ本来の貨幣的経済のエッセンスを見事に定式化していることであろう。もともと金融的な諸変数はいちじるしく不安定的であって、その定式化が困難であるが、デビッドソンはケインズの強気・弱気理論を援用しながら、複雑な証券資産市場の動きを巧みに類型化している。こうした試みはケインズの貨幣的経済理論を構築するうえできわめて注目に値しよう。

- (1) P. Davidson, Money, Portfolio Balance, Capital Accumulation and Economic Growth, *Econometrica*, (April, 1968). pp.302—303.
- (2) J. M. Keynes, *A Treatise on Money*, Vol. I, p.141. 邦訳第2分冊28頁。
- (3) 実物資産と金融資産の特性の相違については、B. J. Moore, *An Introduction to the Theory of Finance*, 1971. pp.11—12. 邦訳11—12頁を参照。
- (4) J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936. p.150. 邦訳180頁。
- (5) 証券資産 (placement) という用語は、債権や株式の購入を表わすのに用いている。なおこの用語は J. ロビンソンにならったものと思われる。J. Robinson, *The Accumulation of Capital*, 1956. p.8. 邦訳9頁を参照。
- (6) P. Davidson, *Money and The Real World*, 1972. pp.249—268.
- (7) J. Robinson, *ibid.*, pp.232—234. 邦訳 250—252頁。
- (8) J. M. Keynes, *ibid.*, pp.150—151. 邦訳180頁。
- (9) P. Davidson, *ibid.*, pp.261—268.
- (10) J. H. Keynes, *ibid.*, p.151. 邦訳181頁。

Ⅳ 金融と資本蓄積

貨幣供給理論は金融分析のうちでもっとも新しい領域といえよう。これまでの金融分析において、貨幣供給量は金融当局によって外生的に決定されるものとしてとり扱われ、「内生的」な貨幣供給の理論はほとんど展開されていないといつてよい。デビッドソンはこれまで考察してきた資本財に対する需給および証券資産に対する需給のモデルをもとにして、資本蓄積の過程における貨幣供給の役割を以下のように展開する⁽¹⁾。

まず経済の定常状態から出発しよう。資本財の市場価格は図3で決定された均衡価格(p_t)であり、新資本財は更新投資に等しい。資産保有者の期待、確心、危険選好を一定とすれば、証券資産に対する需要・供給曲線は図5(a)において D_s および S_s であり、その価格は p_t である。いま t 期において、外生的(非貨幣的)要因による利潤期待の増加によって資本需要の増大、したがって純投資の増加が生ずるものと仮定しよう。

こうした純投資の増加によって生ずる資金の流れの変化を考えてみよう。これまでの資本需要水準は十分に金融されていたから、期首の消費水準および粗投資取引を維持するための産業的流通における取引現金残高は十分であった。いま利潤期待の改善にともない、期首の所得水準においてさえ、追加的資本需要を金融するため追加的貨幣需要が生ずる。企業家は追加的資本財を注文するため、投資銀行をつうずるにせよ、あるいは直接銀行借入れによるにせよ、追加的な取引現金残高(金融的動機にもとづく)を必要とする。したがって、もし資本財のコストの増加がすべて銀行借入れによるならば、他の条件に変化のないかぎり、貨幣量は増加する。

$$\Delta M = \Delta C \quad (13)$$

ただし、 ΔM は貨幣供給の変化であり、 ΔC は資本財産業の生産物への注文増のコストであることを考えると

$$\Delta C = p_k \Delta I_g = p_k \Delta I_n \quad (14)$$

である。ここで p_k は資本財のフロー供給価格、 ΔI_g は生産される粗投資量の変

化, ΔI_n は純投資量の変化である。

この新たに創造された資金は、産業的流通において企業の支払いに用いられ、究極的には資本財産業にたずさわる諸生産要素の所有者の所得となり、投資支出の増加と同一歩調で家計の貨幣残高が増大する。したがって社会の実物資産と貯蓄者の貨幣残高は懐妊期間中同時に増加する。これまでポートフォリオ・バランスの状態にあった家計は、いまや実質所得および保有貨幣が増加する。家計はもちろん計画消費支出を増加させるであろうから、取引目的のために若干の付加的貨幣 (M_1) を保有し、残りは家計の貯蓄 (S_n) となる。この過程は乗数——および所得速度——が作用するとき、他の家計へと波及していく。やがて消費財に対する誘発需要の増加が消費財生産者の経営資本における追加的投資を金融することが必要となる。したがって貨幣量の増加は追加的純固定資本プラス追加的経営資本支出に等しいであろう⁽²⁾。

こうした資金の流れの過程で生じた家計の貯蓄の増加にもとづく、家計のポートフォリオを考えてみよう。家計の貯蓄の増加はその価値貯蔵物の総額 (V) の増加を意味するから、図 5 (b)において証券資産に対する需要曲線を D^1 から右方へシフトする。すなわち、貯蓄のフローが有価証券のフロー需要を誘発する。 $f'_{10}(s_n) > 0$ 。この証券資産需要表の大きさは、家計の貯蓄の限界証券資産購入性向 (marginal propensity to buy placement) m によって決まる。一般に新古典派および新ケインズ派が仮定するように、 $m=1$ であれば、すべての貯蓄は究極的に有価証券の形態をとる。もし $m=0$ であれば、家計の貯蓄はすべて不活動残高となる。この両極端なケースとは異なって、 $0 < m < 1$ の場合には新しい貨幣の一部分は産業的流通に吸収され、一部分はポートフォリオに吸収される。

証券資産需要曲線のシフトの大きさは $m=1$ の場合、図 5 (b)において p_1 価格でもって A 点から B 点へ移動するであろう。この A 点から B 点へのシフトは証券資産の量をちょうど十分に吸収する需要の増加を示しており、したがって証券の購入は家計の資産の増分に等しい。図 5 (b)において FABG は家計の貯蓄総額に等しい。 p_1 以下の任意の価格で、公衆の初期保有有価証券の総価値は

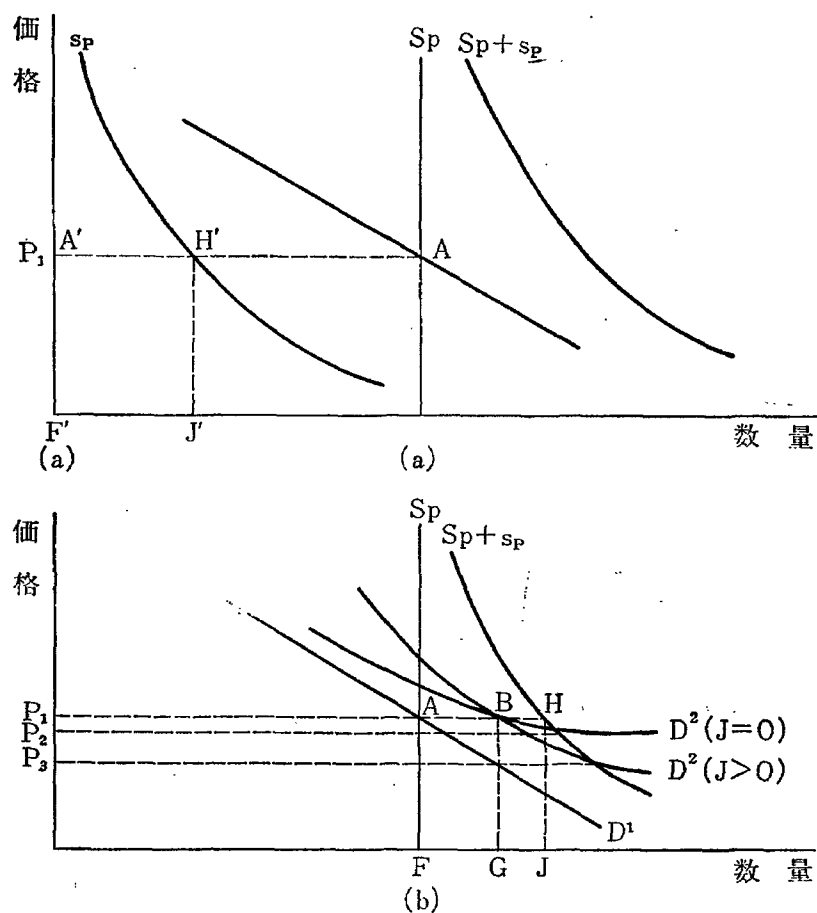


図 5

下落する。すなわち、証券需要に対するキャピタル・ロス効果が生ずるので、もし $j > 0$ ならば、証券資産需要は p_1 以下の任意の価格で、たとえ $m=1$ であっても、家計の貯蓄に等しい付加的証券資産を購入するのに十分だけシフトしない。同様に p_1 より高い価格では、 $j > 0$ ならばキャピタル・ゲインが需要を促進するので、付加的証券資産需要は家計の貯蓄を超えるであろう。他方、もし $j=0$ であれば、証券資産の価格変化はその需要に影響しない。つまりキャピタル・ゲインあるいはキャピタル・ロス効果がない。それゆえもし $m=1$ であれば、任意の価格において証券資産に対する需要増加は家計の貯蓄とちょうど等しいところの追加的購入を含むであろう。こうして、もし $m=1$ であれば、図 5 (b)において $D^2_{(j=0)}$ 曲線および $D^2_{(j>0)}$ 曲線は、当該期間中の有価証

券需要の結果的变化が、期末における証券資産に対する新ストック需要に結合されるところの二つの可能なケースを表わしている。

これまで証券資産のフロー供給面を無視してきたが、新投資を計画した企業家はやがて証券の発行によって長期資金を調達し、それによって銀行からの短期借入金を返済しなくてはならない。投資コストの増加 (ΔC) を完全に賄うために発行しなければならない証券資産のフロー供給曲線は、もし $g=1, h=0$ であれば、図 5(a)において直角双曲線 s_p で表わされる。 p_1 の期首価格水準で $F'J'$ の有価証券が固定資本の純投資を金融するために発行されなければならないから、 $F'A'H'J'$ は与えられた純投資コスト $p_k I_n$ に等しい。この期の総市場供給曲線は、図 5(a)において $S_p + s_p$ で示することができる。この $S_p + s_p$ を図 5(b)に移すことによって、有価証券市場になにが生ずるかを知ることができる。

いまもし純投資額が外部より融資され、また S_k が純投資に等しく、 $m=1$ であれば、図 5(b)における $FABG$ は図 5(a)の $F'A'H'J'$ に等しく、有価証券のフロー需要は、他の事情にして等しいならば、そのフロー供給と同歩調で進行する。しかしながら、もとより $m < 1$ であり、純投資の一部は内部金融で賄われるから、たとえば図 5(b)に示されるように $FABG < FAHJ$ となる。したがって有価証券のフロー需要はフロー供給より小さい。つまり超過フロー需要は期首価格水準 p_1 でネガティブとなる。(新しい市場供給曲線は需要曲線の右方にくる。) もし同時に $j=0$ であれば、新しい市場需要曲線は D^1 曲線に対して同じ双曲線として関連する。新しい供給曲線は垂線 S_p と同じ直角双曲線関連をもつから、新しい交点はいっそう低い市場価格 p_2 において生ずる。もちろん $j > 0$ ならば、交点はいっそう低い市場価格 p_3 となるであろう。かくて、もし家計がその貯蓄をすべて証券投資にまわさず、また銀行および金融当局が追加的証券購入を行わないならば、家計をして貨幣から証券資産へその相対的な保有ポートフォリオを変更させ、それによって企業家の経常的な短期借入金を長期資金に借りかえるためには、証券資産の期待収益は上昇 (証券価格は下落) しなければならない。

以上の考察から貨幣供給の決定因を次のように要約することができる。いったん各期間において純投資が増加し、かつ将来の証券価格の変化率にかんする期待が不変である場合に、利率を一定に保つために必要とされる各期の貨幣の増加率は、次の諸要因によって決定される。

- ① g (外部金融の純投資産出量のコストの分数) および h (銀行組織の供給する長期外部金融の分数)
- ② 計画された取引の増加にともなう限界活動残高増加性向
- ③ m —家計貯蓄の限界証券資産購入性向

もし $g=1$, $h=0$, $m=1$ であり、活動残高需要が常に実質産出量に比例し、かつ計画生産フローに対する所望される固定資本・経営資本比率が一定であれば、その場合利率を不変に維持するところの貨幣供給の必要比例的増加は、期間当りの資本コストの総額および産出量のフロー需要の比例的变化に等しい。これらの諸条件がすべて満たされるならば、証券資産に対する需要は、その供給と同一步調で増加するであろう。逆にこれらの条件が満たされないならば、利率を不変に保つ貨幣の増加率は、資本財の成長率と等しくならないであろう。

以上のようにデビッドソンは、資本需要の増大が有効であるためには企業が追加的資金を入手しなければならず、そのさい銀行は資金供給のうえで重要な役割をはたすことを強調する。デビッドソン・モデルにおいて、貨幣供給が経済成長に対して本質的な役割を演ずるのは、投資計画をファイナンスする段階においてであって、ポートフォリオ・バランスの段階ではないのである。トービンのポートフォリオ決定の理論は、必要貨幣供給をポートフォリオ・バランスにあまりにも密接に結びつけすぎて、それが属するところの資金の重要性に十分結びつけなかったのである。

これまでケインジアン経済学において、貨幣供給の重要性はほとんど無視されてきた。それは流動性選好関数を一括して $M=L(y,i)$ としてとり扱うことによって、貨幣の取引需要すなわち支払手段機能を曖昧なものにしてしまった^③。こうして流動性選好理論によれば、貨幣需要と相関して貨幣供給の変化

は、利子率の変化および資本の収益率の変化の必要かつ十分条件であるにすぎない。これに対して、デビッドソンは貨幣供給が増加したり減少したりするのはなぜか、またそのメカニズムないしプロセスはどのようなものかといった、資金の流れの変化を裏づける経済の実物的動因を分析するとともに、証券資産市場における家計の行動と結合することによって、貨幣供給が「内在的」に決定されるメカニズムを見事に分析している。デビッドソンは「もし投資が着実な率で促進されているなら、金融は……多かれ少なかれ一定額の回転資金」⁽⁴⁾であり、経済成長につれて貨幣供給が増加しなければならないことを明らかにする。

したがって、デビッドソン・モデルでは貨幣供給の変化は資本蓄積率の変化の必要にして十分条件であり、貨幣は必然的に重要となる。しかし、ここで注意しなければならないのは、貨幣数量説の世界とは異なって、諸期待か移り気で予言不可能な不確実の世界では、貨幣供給の必要とされる増加と実物資産の増加との関係はきわめて複雑であって、いかなる単純なルールによっても操作することはできない。「貨幣は明らかに貨幣経済における経済成長の過程において重要ではあるが、しかしある単純なルールは貨幣供給の賢明な管理の代りとはなりえない」⁽⁵⁾のである。

(1) P. Davidson, *Money and The Real World*, 1972, pp.269—281

(2) こうした資金の流れの分析については、鬼頭仁三郎『貨幣と利子の動態』259—267頁の優れた分析を参照されよ。

(3) J. R. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, 1967, pp.14—15. 邦訳20—21頁。

(4) J. M. Keynes, *Alternative Theories of the Rate of Interest*, *Economic Journal*, Dec., 1937, p.247.

(5) P. Davidson, *ibid.*, p.280.